

FÖRVALTARKOMMENTAR

Avalons värde ökade 0,4 % i november medan SIX Return Index steg 7,3 %. Fondens innehav i Camurus och RVRC var de största positiva bidragsgivarna medan Bonesupport och Embracer hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 98 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 29 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 4 % av fonden.

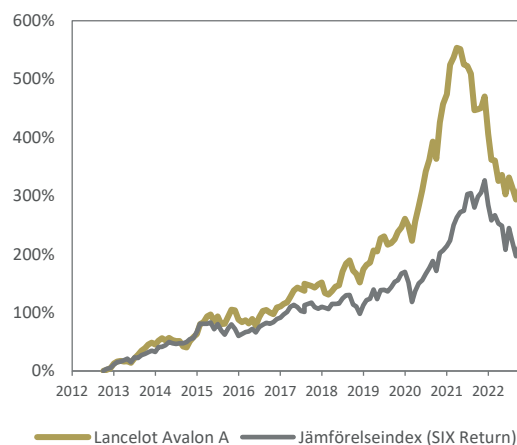
Fonden sålde ett antal mindre innehav under månaden, däribland annat Eltel, Assa Abloy och två av de fastighetsbolag (Castellum och Fabege) som fonden köpte in i början av oktober. Några av fondens större innehav ökade mindre än index (tex Camurus) eller sjönk utan att nyheter presenterats (Bactiguard, Bonesupport), vilket tillsammans med Embracer som beskrivs mer nedan förklarar avvikelserna mot index. Större och cykliska bolag utvecklades generellt sett starkt, medan fonden har en övervikt mot hälsovårdssektorn och mindre bolag.

Embracer föll 16 % under månaden efter att ha släppt en rapport som var marginellt svagare än förväntat, men där bolagets prognosintervall för verksamhetsåret 2022/2023 sänktes med 12 %. En av anledningarna var att ett större spelsläpp flyttades till nästa verksamhetsår, men också generellt svagare konsumentefterfrågan vilket framför allt påverkar segmenten brädspel och mobilspel. Givet att aktien dagen före rapport redan hade fallit 38 % under året och 58 % sen toppen 2021, borde detta delvis varit inprisat i aktien. Ny kommunikation, men utan detaljer, att bolaget är nära potentiella större partnerskap och att styrelsen utvärderar potentiella avknoppningar upplever vi dock skapade stor förvirring kring bolagets strategi och finansiella ställning. Vår uppfattning är att marknaden uppfattade det mer som ett tecken på desperation att vända en sjunkande aktiekurs snarare än som positiva nyheter.

Aktien handlas nu till ca 8x innevarande års förväntade rörelseresultat baserat på den lägsta delen i prognosintervallet (8 – 10 miljarder). Det är betydligt lägre än de flesta internationella konkurrenter och marknadsvärdet är även lägre än eget kapital (som till stor del består av goodwill från förvärv och immateriella tillgångar i form av spelutveckling). Vår bedömning är fortfarande att de förvärv som gjorts har varit bra och att bolaget har goda förutsättningar att växa med god lönsamhet framöver. Vi tror även att bolaget som en av få oberoende spelutvecklare av denna storlek har goda möjligheter att få bra betalt i en eventuell partner-/licensaffär (eller mer teoretiskt, vid en försäljning av hela bolaget). Även när man analyserar delarna av Embracer separat ser värderingen låg ut och en särnotering av dotterbolaget Coffee Stain skulle möjligen kunna vara värdeskapande (ev. tillsammans med vissa övriga nordiska tillgångar). Viktigare är dock att bolaget blir tydligare i sin kommunikation, att man fortsätter ta rationella beslut kring styrning av bolaget och att man visar upp ett bättre kassaflöde framöver vilket i slutändan är det enda mått som externa investerare kan använda för att bedöma om kapitalet allokerats på ett effektivt sätt. Vår bedömning är att sannolikheten att så kommer ske är god och att aktien därmed också kommer visa sig vara en bra investering på nuvarande nivåer.

OssDsign är ett medicinteknikbolag som likt Bonesupport är verksamt inom ortobiologi, men med produkter för kraniekonstruktion och ryggradsoperationer. OssDsign har efter pandemins slut levererat god organisk tillväxt i både Q2 och Q3 (49 % och 71 %). En starkt bidragande orsak till det är bolagets relativt nylanserade syntetiska bengtjänst för ryggradsoperationer (OssDsign Catalyst). Catalyst adresserar en amerikansk hälso- och sjukvårdsmarknad som beräknas växa 7 % i år och till 2025 till 1,8 miljarder USD, vilket innebär en hög bruttomarginal (ca 90 %), vilket innebär goda möjligheter att nå stora volymer. I slutet av 2023 Stockholms

AVKASTNING EFTER AVGIFTER (AVALON A)



| | Lancelot Avalon A | Jämförelseindex** |
|-------------------------------------|-------------------|-------------------|
| November 2022 | 0,4 % | 7,3 % |
| År 2022 | -27,7 % | -20,7 % |
| Sedan start* | 312,4 % | 238,3 % |
| Genomsnittlig årsavkastning* | 15,1 % | 12,8 % |

*Fonden startade 2012-11-01 ** SIX Return Index

FONDFAKTA

| | |
|--------------------------|---|
| Startdatum (A/B) | 2012-11-01 / 2020-10-19 |
| Riskenivå | 6 av 7 |
| SFDR | Artikel 8 |
| Handel (A/B) | Månadsvis / Dagligen |
| Fast avgift (A/B) | 1,0 % / 1,3 % |
| NAV per andel | 35 729,46 SEK / 81,86 SEK |
| ISIN (A/B) | SE0004841195 / SE0014704805 |
| Förvaltare | Erik Bertilsson (sedan 2017) |
| Rörlig avgift | 20 % av den del av avkastningen som överstiger jämförelseindex. Beräknas individuellt i A och kollektivt i B. High watermark. |
| Jämförelseindex | SIX RX |

november genomförde OSSDSIGN en kapitalanskaffning på 65 MSEK där Avalon deltog. Bolaget har nu en kassa på ca 150 MSEK, vilket räcker för att finansiera fortsatt tillväxt ungefär två år framåt och vid det laget bör man ha uppnått eller åtminstone vara nära positiva kassaflöden. Vi bedömer att OssDsign har goda möjligheter att fortsätta växa i snabb takt framöver och börsvärdet på 350 MSEK är i så fall mycket lågt.

RVRC steg 36 % (inklusive utdelning) under månaden. Avalon köpte aktier i RVRC under oktober och början av november efter att tidigare ha sålt större delen av innehavet (före sommaren och på rapportdagen i augusti). Aktien föll till mycket låga nivåer och efter möten med bolagsledningen under hösten var vår bedömning att RVRC, trots en turbulent tid i media och på marknaden, sannolikt

är i en god position att fortsätta växa och öka lönsamheten mot tidigare nivåer. En generellt svagare ekonomi påverkar givetvis bolaget negativt, men RVRCs kläder är konkurrenskraftigt prissatta och bolagets kostnadsstruktur bättre än konkurrenterna. RVRC har fortfarande goda tillväxtmöjligheter i största marknaden Tyskland, men även i flera andra Europiska länder till exempel Nederländerna, Schweiz och Storbritannien. Fonden hade vid december månads ingång ett innehav i RVRC motsvarande drygt 1,5 % av fonden.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson

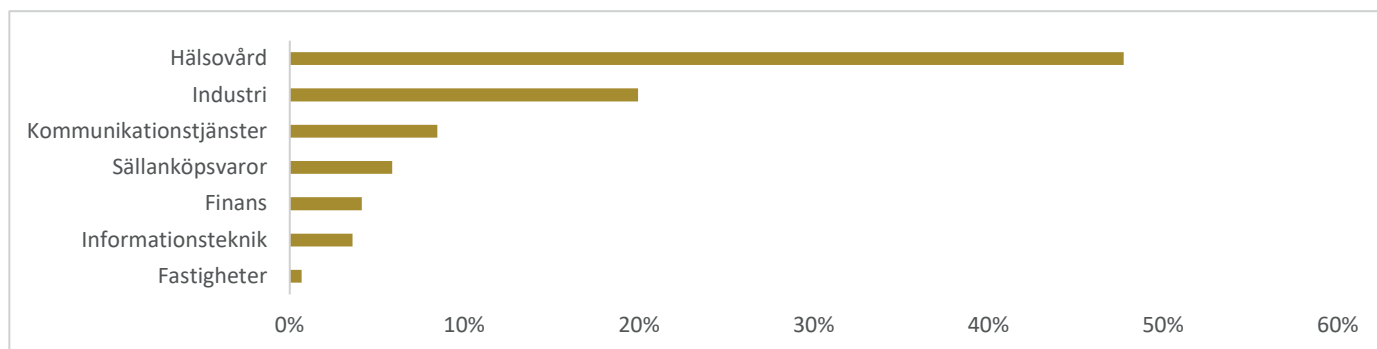
FEM STÖRSTA INNEHAV % (2022-08-31)

| BOLAG | ANDEL |
|-------------------|--------|
| 1. CAMURUS AB | 14,6 % |
| 2. BONESUPPORT | 13,6 % |
| 3. EMBRACER GROUP | 9,3 % |
| 4. BACTIGUARD | 6,5 % |
| 5. VOLVO B | 5,4 % |

NYCKELTAL*

| | AVALON A | JMF-INDEX |
|---------------------------------|----------|-----------|
| STANDARDVAVIKELSE | 21,4 % | 15,5 % |
| TRACKING ERROR | 13,1 % | |
| INFORMATIONSKVOT | -0,2 | |
| KORRELATION MED JÄMFÖRELSEINDEX | 0,8 | |
| <i>*Beräknas på 3 år</i> | | |

BRANSCHFÖRDELNING



HISTORISK AVKASTNING

| | 1 MÅN | 3 MÅN | i ÅR | 1 ÅR | 3 ÅR | 5 ÅR | SEDAN START |
|-------------------|-------|--------|---------|---------|--------|--------|-------------|
| LANCELOT AVALON A | 0,4 % | -0,1 % | -27,7 % | -25,1 % | 20,8 % | 69,9 % | 312,4 % |
| LANCELOT AVALON B | 0,4 % | -0,2 % | -27,8 % | -25,3 % | - | - | -18,1 % |
| SIX RX | 7,3 % | 4,3 % | -20,7 % | -16,5 % | 31,3 % | 61,7 % | 238,3 % |

RISKINFORMATION

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. På grund av fondens sammansättning kan värdet variera kraftigt (riskklass 6). Alla avkastningssiffrorna är beräknade efter arvoden och ingen hänsyn har tagits till inflation. Jämförelseindex: SIX Return. Jämförelseindex är inklusive utdelningar. Avkastningssiffror gäller för specialfonden Lancelot Avalon A sedan starten den 1 november 2012 till och med den 30 november 2022. Fonden förvaltas sedan 2017 av Erik Bertilsson. För informationsbroschyr, fondfaktablad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring oss på 08-440 53 80.